

アメリカ合衆国連邦倒産法における計画外事業譲渡 （363 sale）の許可要件について（一）

工 藤 敏 隆

- 一 はじめに
- 二 計画外事業譲渡に関する規律
- 三 計画外事業譲渡の許可要件に関する判例理論
（以上、本号）
- 四 世界金融危機下の著名事件
- 五 三六三セールに関する立法論
- 六 おわりに

（以上、九十二巻六号）

一 はじめに

1 「三六三セール」の隆盛

アメリカ合衆国連邦倒産法 (Title 11 of the United States Code) (以下「連邦倒産法」という) 第十一章が規定する再建 (reorganization) 手続 (以下「第一章手続」という) は、債務者が事業を継続しつつ、再建計画によって担保付債権者、無担保債権者、持分権者 (株主) の権利を変更した上で、債務者の事業収益から弁済を行う自主再建を基本的な再建手法としており、計画案に対する投票手続、および裁判所による計画認可要件について詳細な規定を設けている (連邦倒産法 1121 条ないし 1129 条)。再建計画において、計画を実行する手段として財団財産の譲渡についての定めを置くことは可能であり (連邦倒産法 1123 条 (a) (5) (B))、債務者の全ての事業を譲渡し配当するのみの計画 (清算型再建計画) も許容されている (同条 (b) (4))。

他方で、計画外事業譲渡、すなわち第一章手続係属中の債務者が計画認可前にその全て (または実質的に全ての) の事業を譲渡することの根拠規定は、事業の通常の過程外における財団財産の使用、売却および賃貸に関する裁判所の許可手続を定めた連邦倒産法 363 条 (b) (1) などのいくつかの条項にすぎず、連邦倒産法の規定上は例外的な手法である。しかし、一九九〇年代後半以降、計画外事業譲渡によって事業を譲受人に承継し、爾後債務者は譲渡代金の債権者等への分配のみを行う再建手法は、「三六三セール」(363 sale) の呼称を得て、当初は大企業を中心に、次第に中小企業も含め広く利用されている。全米の大規模公開会社の第一章手続に関する統計によれば、連邦倒産法が施行された直後の一九八〇年代は、三六三セールによる再建は僅少であったが、一九九〇年代後半から現在まで、景況による振幅はあるものの三六三セールの増加傾向にあり、二〇〇〇年代には多い年で三割を超える事件で行われるようになっていた。⁽²⁾

三六三セールの増加に対しては、計画外事業譲渡の実態は、主要債権者による実質的支配の下で立案された事業譲渡が他の債権者に阻止されないように、便宜的に第一章手続を利用するにすぎないものであり、再建計画立案から認可に至る過程での交渉を通じて利害関係人の権利を調整し、債務者の再建を図ろうとする第一章手続の本来の姿から乖離している旨の指摘や、⁽³⁾ 三六三セールが自主再建と比べ債権者への弁済率の向上に寄与しているとは言えないとする実証分析結果が発表されるなど、⁽⁴⁾ 主に研究者による懸念の表明は少なくなかった。しかし、自主再建よりも三六三セールが好まれる実務の傾向に大きな変化はなく、特に、二〇〇八年から二〇〇九年にかけての世界金融危機下において、リーマン・ブラザーズ、クライスラー、GMといった世界的に著名な巨大企業が、三六三セールを事業再建に用いたことは象徴的な出来事であった。前記の統計によれば、二〇一〇年代には、大規模公開会社の第一章手続において三六三セールが行われた割合は多い年で四割を超えており、今日ではポピュラーな再建手法として定着していることに疑いはない。三六三セールを隆盛に至らせた要因としては、アメリカにおけるM&A市場や、債権売買市場の発展があると指摘されている。⁽⁵⁾

2 本稿の目的および構成

前記のとおり、三六三セールに関する制定法上の規定は詳細に渡るものではなく、裁判所がいかなる事案や状況で計画外事業譲渡を許可すべきかは解釈に委ねられている。そこで本稿では、三六三セールの許可要件に関する判例理論の発展経過や、最近の立法論を紐解くことによって、三六三セールが例外的手法からポピュラーな手法に転じることを可能にした理論的背景や、自主再建を基本的手法とする現行連邦倒産法との調和の図り方について分析を試みる。

以下では、連邦倒産法における計画外事業譲渡に関する規律を概観した上で (二)、計画外事業譲渡の許可要

件に関する判例理論である、正当な事業上の理由の基準、隠れた再建計画の法理、および信認義務の内容について詳しく見ることにする^(三)。そして、世界金融危機下の著名事件であるリーマン・ブラザーズ事件、クライスラー事件およびGM事件における三六三セールの概要と^(四)、三六三セールに関する最近の立法論を紹介し^(五)、最後に、わが国の民事再生手続における計画外事業譲渡に対し、アメリカにおける議論から得られる示唆について若干の考察を行う^(六)。

二 計画外事業譲渡に関する規律

1 旧法下の状況

一八六七年連邦破産法⁽⁶⁾における破産(清算)手続では、財団財産の換価は原則として債権者集会決議により譲受管財人が選任された後に行われることとされていたが、債権者、債権者など利害関係人の申立てにより、滅失しやすい性質(perishable in nature)や価値の急減が認められる財産については、裁判所は直ちに売却を許可できる旨の例外が規定されていた⁽⁸⁾。また、一八九八年連邦破産法⁽⁹⁾における破産手続では、同法制定とともに連邦最高裁判所が制定した、破産に関する一般命令(General Orders and Forms in Bankruptcy)が、破産者の財産の全部または一部が、性質または所在に起因して滅失しやすく、迅速に売却しなければ損害が生じる場合には、債権者や債権者などの申立てにより裁判所が売却を許可できる旨を規定していた⁽¹⁰⁾。

その後、一九三八年のチャンドラー法による一八九八年連邦破産法改正によって加えられた再建型手続である、X章(reorganization)手続およびXI章(arrangement)手続においては、レシーバー、管財人または占有を継続する債務者(DIP: debtor-in-possession)による、理由を示し、かつ利害関係人への通知を経た申立てにより、裁

判所は再建計画認可前に債務者の財産の賃貸または売却を許可できる旨が規定されていたが、この「理由」が具体的に何を意味するかについては、解釈が分かれていた。In re Solar Mfg. Corp. 事件判決 (第三巡回区連邦控訴裁判所、一九四九年)⁽¹²⁾ はこれを厳格に解し、緊急の場合、すなわち迅速な対処がなければ資産価値が失われる切迫した危険がある場合に限定されたとした。⁽¹³⁾ これに対し、In re Dania Corp. 事件判決 (第五巡回区連邦控訴裁判所、一九六八年)⁽¹⁴⁾ は、再建計画認可前の売却は、許可権限を有する裁判所の合理的裁量に委ねられており、債務者および多数債権者の利益に適用のであれば可能とする立場を採った。⁽¹⁵⁾ ただし、前者の立場を採りつつ、計画認可前の全財産の売却について特に要件を加重せず、当該事案において資産価値の急速な低下が認められるとして許可した判例や、⁽¹⁶⁾ 計画内での財産売却に関する規定は、計画認可前の全財産の売却を禁じる趣旨とは解されないとした判例もあり、⁽¹⁷⁾ 計画外での事業譲渡も、事案次第で許容されていた。

このようなチャンドラー法下での議論は、現行法の制定過程にも影響を与えた。⁽¹⁸⁾ 合衆国倒産法委員会 (The Commission on the Bankruptcy Laws of the United States) が連邦議会に提出した報告書は、通常の事業の過程外の売却や賃貸一般に関する規定とは別に、財団の全てまたは実質的に全ての財産の売却または賃貸に関する特則を設け、⁽¹⁹⁾ そこでは財団の最善の利益 (best interest of the estate) に合致することを実的要件とする立法提案を行っていた。これに対し連邦司法省は、財団の全ての財産の売却は、本来清算型手続が対象とするものであり、計画認可前の全財産の売却は緊急の場合に限り許可されたとした In re Solar 事件判決の要件を緩和すべきではないとの意見を提出していた。⁽²⁰⁾ 審議の過程において、全財産の売却に関する特則は法案から削除され、結局、財団財産の使用、売却および賃貸一般に関する規定のみが残った。⁽²¹⁾

2 連邦倒産法の規律

(1) 裁判所による許可

現行連邦倒産法は、再建手続のみならず、清算 (liquidation) 手続 (第七章手続) など、同法が規定する各種手続に共通して適用される総則部分に、財団財産の使用、売却、賃貸に関する三六三条を規定している。⁽²²⁾ 管財人は、利害関係者に対する通知と審問を経た裁判所の許可を得て、事業の通常の過程外の (other than in the ordinary course of business)、財団の使用、売却または賃貸を行うことができる (連邦倒産法三六三条 (b) (1))。第一章手続では、管財人が選任される例外的場合を除き、DIP が、財団財産の管理処分や事業継続の権限 (連邦倒産法一一〇一条 (1)、一一〇七条 (a)、一一〇八条) に基づいてこれらの取引を行うことができる。また、連邦倒産規則 (Federal Rules of Bankruptcy Procedure) は、通知は原則として審問の二日前までに行う必要があることや (連邦倒産規則二〇〇二条 (a) (2)、(c) (1)、六〇〇三条 (b))、売却の方法は入札または相対取引によることを規定する (同六〇〇四条 (f) (1))。

債務者の事業の譲渡が、「事業の通常の過程外」の取引に該当することに争いはないが、その実体的許可要件は解釈に委ねられている。この点は後に三で詳しく述べる。また、全ての (または実質的に全ての) 事業を譲渡した債務者には、受領した譲渡代金を債権者等に分配する事務のみが残ることになり、清算を内容とする計画を作成するか、または清算型手続である第七章手続に移行 (conversion) することになる (連邦倒産法一一二条 (a) (b))。⁽²³⁾

(2) 許可に対する不服申立

倒産裁判所の事業譲渡許可決定につき、債権者などの利害関係人で不服がある者は、上訴をすることができる (連邦倒産規則九〇二四条、連邦民事訴訟規則 (Federal Rules of Civil Procedure) 六〇条 (b))。倒産裁判所の決定に

対する上訴審は連邦地方裁判所 (合衆国法典二八編 (Title 28 of the United States Code) 一五八条 (a))、または倒産上訴委員会 (BAP: Bankruptcy Appellate Panel) が設置されている巡回区では同委員会が管轄を有し (同条 (b))、連邦地裁または倒産上訴委員会の判断に対してはさらに連邦巡回区控訴裁判所に上訴をすることができ (同条 (d) (1))。ただし、上訴に伴う執行停止 (stay pending appeal) (連邦上訴規則 (Federal Rules of Appellate Procedure) 八条) が発令されていない限り、上訴審において事業譲渡の許可につき取消しや修正がされても、誠実な (good faith) 譲受人に対する事業譲渡の有効性は影響を受けない (連邦倒産法三六三条 (m))。この規定により、上訴人が執行停止を得ていない場合、上訴審で譲受人の誠実性が認定されれば、上訴は争訟性の消滅 (moot) を理由に却下されることになる。⁽²⁴⁾ 譲受人が誠実でない⁽²⁵⁾と認定された具体例は、他の入札者や管財人等との間の共謀や、詐欺などの不当な行為に及んだ場合が典型である。また、条文中、上訴提起があったことを知るのみでは誠実性は失われ⁽²⁶⁾ないと規定されていることから (同条 (m))、審問期日において事業譲渡に反対する者の存在を認識したのみでは不誠実性を認定できないと解されている。⁽²⁷⁾ 執行停止が発令される例が少ないことも相俟って、上訴審において事業譲渡の許可が取り消されることは極めて稀であるとされる。

(3) 売却手続

(a) 債権者委員会の役割

計画外事業譲渡の許可申立の主体は債務者であるが、実務上は債権者委員会を通じて債権者の意向も相応に反映される仕組みとなっている。債権者委員会は、連邦管財官 (United States Trustee) が選任する債権者委員により構成される機関である (連邦倒産法一一〇二条 (a) (1))。無担保債権者の委員会は必要であり、原則として、債権額上位七名の債権者により構成される (同条 (b) (1))。これに対し担保付債権者や株主の委員会は、利害関係人の請求により、連邦管財官が適切と認めた場合にのみ設置される (同条 (a) (1))。債権者委員会は、

再建計画の立案への参加や意見表明に加え(同条(c)(3))、債務者の財産、負債その他の状況に関する調査権限を有している(連邦倒産法一一〇三条(c)(2))。したがって、計画外事業譲渡についても、債務者は売却条件や売却方法、買受人候補者などに関する情報を債権者委員会に提供し、協議をしながら方針決定することになる。⁽²⁹⁾

債権者委員会は、代理人として弁護士や会計士などの専門家を、債権者集会の多数決に基づき裁判所の許可を得て選任することができる(同条(a))。また、裁判所は、これらの専門家に対する合理的な金額の報酬や実費の支払いを許可することができる(連邦倒産法三三八条(a)(1)、三三〇条(a)(1))。このように、債権者委員会専門家に関する費用が財団の負担とされることは、第一章手続において債権者委員会が活発に活動する基盤となっている反面、財団財産が少なく専門家の費用を支弁できない場合は、活動は必ずしも積極的でないようである。⁽³⁰⁾

(b) 売却方法

売却方法の選択や、具体的にどのような手続で売却を実施するかについては、個別事件における倒産裁判所の裁量に委ねられている。一般的に、債務者が大規模公開企業である場合は入札、小規模閉鎖的企業である場合は相対取引の方法が多いとされている。

大規模な第一章手続の申立が多いニューヨーク州南部地区連邦倒産裁判所は、三六三セールの売却手続の具体的な進め方に関するガイドラインを作成・公表している。同ガイドラインは、入札を行う場合には、売却手続命令(Sale Procedures Order)と売却命令(Sale Order)の二段階の許可手続によることや、ストーキング・ホース・ビッド(stalking horse bid)による入札手続を標準的な方法とする。⁽³¹⁾

ストーキング・ホースとは、入札前に一定の価格以上での買受を約束する仮の買い手候補者を意味する。⁽³²⁾ ス

トーキング・ホース・ビッドでは、ストーキング・ホースが予め提示した価格や条件を上回る応札者がなかった場合はストーキング・ホースが落札者となるが、ストーキング・ホースを上回る入札をした者が落札した場合、ストーキング・ホースにはブレイクアップ・フィー (break-up fee)⁽³³⁾ や実費償還 (expense reimbursement) による金銭的補償がされる。ストーキング・ホース・ビッドには、ストーキング・ホースが買受を約束することによって倒産手続開始による信用不安を最小限に抑えて事業価値の減損を防ぎつつ、入札によりさらに好条件での売却が期待できる長所があるとされる⁽³⁴⁾。

これに対し、純粋な入札は naked auction と呼ばれる。ニューヨーク州南部地区と並んで大規模な第一章手続の申立が多いデラウェア州地区でも、ストーキング・ホース・ビッドが標準的な入札方法として用いられている⁽³⁵⁾。

(4) 付随的規定

(a) 対象財産についての担保権等の負担の消除

以下のいずれかに該当する場合、連邦倒産法三六三条 (b) または (c) による取引の相手方は、権利の負担のない (free and clear of any interest) 財産を取得する (連邦倒産法三六三条 (f))。①倒産法以外の関連法規が、権利の負担のない譲渡を許容しているとき、②消除される権利の保有者の同意があるとき、③消除される権利が担保権の場合には、当該財産の売却金額が当該財産上に設定されている全ての担保権の価値の合計 (aggregate value) よりも大きいとき、④消除される権利について争いがあるが、その争いが誠実な (bona fide) ものであるとき、⑤消除される権利の保有者が、金銭的補償で満足すべきことが法により強制されているとき。

この free and clear 条項は、対象財産上の権利の負担を、当該権利者の個別的同意を得ずに消滅させることを可能にするため、買受人を見つけやすく、高い価格での売却可能性を高めるメリットがあるとされ、三六三セー

ルでは本条項によってリーエン (lien) などの担保権の負担の消除が行われるのが通常である。⁽³⁶⁾ 消除の対象となる権利者の求めがある場合、裁判所は、当該権利者に対する適切な保護 (adequate protection)⁽³⁷⁾ として、譲渡を禁止することや、条件を付することができる (同条 (e))。

ただし、消除の対象となる権利 (interest)⁽³⁸⁾ の範囲については争いがある。条文の文言に忠実に当該財産上の対物的な権利に限定する見解⁽³⁹⁾ に対し、最近では、財産の所有に関連して生じる債務も含めて広く解する見解⁽⁴⁰⁾ があり、公正な市場価値によって定まる目的物の価値の総額と解する経済的価値 (economic value)⁽⁴¹⁾ 説と、被担保債権の額面の総額と解する額面価値 (face value)⁽⁴²⁾ 説に分かれている。

(b) クレジット・ビッド

裁判所がこれを認めない旨の判断をした場合を除き、リーエンを有する者は、リーエンが設定されている売却対象財産の入札に参加し、落札した場合には売買代金支払義務と被担保債権を相殺することができる (連邦倒産法三六三条 (k))。このようなリーエンを有する者による入札は、クレジット・ビッド (credit bidding) と呼ばれている。クレジット・ビッドは、担保権者にとっては被担保債権額に相当する現金を準備せずに入札に参加することを可能にするため、当初から入札による買収を見越した融資や、担保付債権を購入することによる「所有のためのローン戦略」 (loan to own strategy) を促進する効果があるとされる。しかし他方で、担保権者以外の者にとっては相対的に不利になり、入札への萎縮的効果を生じさせるとの懸念も指摘されている。⁽⁴³⁾

三 計画外事業譲渡の許可要件に関する判例理論

1 正当な事業上の理由の基準

(1) In re Lionel 事件判決 (第二巡回区連邦控訴裁判所、一九八三年)⁽⁴³⁾

【事案】

Lionel Corporation およびその子会社 (以下あわせて「本件債務者」という) は、一九八二年二月に第一章手続の申立てをした。本件債務者は、本業として玩具の自社製造販売や、第三者へのライセンス供与の事業を行うほか、投資目的で上場会社 Dale Electronics Inc. の株式 (以下「Dale 株」という) を保有していた。Dale 株は本件債務者の連結資産の三割強を占め、本業より収益性の高い資産であった。

本件債務者は一九八三年六月に、Dale 株売却の許可を連邦倒産裁判所に申し立て、その数日後には Dale 株売却を条件に、その売買代金を債権者に分配することを内容とする再建計画案を提出した。Dale 株売却に対し、本件債務者らの株主の委員会や、証券取引委員会 (SEC) は異議を述べたが、連邦倒産裁判所は売却を許可した。

これに対し株主委員会や SEC が上訴し、Dale 株売却に反対する理由として、計画認可前の売却は、再建計画の開示、勧誘、認可といった倒産法が提供する安全弁を奪うことや、健全な再建計画の基盤となる Dale 株が失われることの不当性を述べた。これに対し本件債務者は、無担保債権者委員会が売却を強く望んでいることを主張した。連邦地方裁判所は連邦倒産裁判所の判断を是認したため、さらに連邦控訴裁判所への上訴がされた。

【判旨】

「第二章手続制定の歴史的経過とその背景にある論理に照らせば、事業の通常の過程の範囲外の財団の使用、

売却、賃貸については、主要債権者の同意だけでなく、何らかの明瞭な事業上の正当性 (some articulated business justification) が存在しなければならない。……倒産裁判官は、判断に際し、最も声の大きい利害関係人の声に直ちに従うのではなく、関連する事実を考慮し、債務者、債権者、株主などの多様な利益に適うように行動すべきである。」として、以下を考慮要素として例示的に列挙した。⁽⁴⁴⁾

- ① 対象財産の価値が財団全体の価値に占める割合
- ② 倒産手続申立からの経過時間
- ③ 近い将来に再建計画が提出され認可に至る可能性
- ④ 申立に係る処分が将来の再建計画に及ぼす影響
- ⑤ 対象財産の評価額に対し、申立に係る処分によって得られる利益
- ⑥ 申立に係る処分に代替し得る取引の有無
- ⑦ 対象財産の価値の増減状況

その上で、本件許可申立で示された理由は、無担保債権者委員会が売却に固執していることのみであり、Dale 株が収益性のある資産であり売却を要する緊急性がないこと、Dale 株は他の株に比べ市場での価格変動が大きいこと、株主委員会は保有継続を希望していることを認定し、売却について正当な事業上の理由 (good business reason) は認められないとして、連邦地方裁判所の原決定を破棄し、倒産裁判所に差し戻した。

(2) In re Lionel 事件判決の位置付け

(a) 現行法下における判断基準の確立

本判決は、通常の事業の過程外の財団財産の売却等を裁判所が許可するか否かの判断に際し、チャンドラー法下では判例が分かれて対立していた、いわば両極端の基準 (前記二二) をいずれも採用せず、当該売却等が様々⁽⁴⁵⁾

な利害関係人の多様な利益に適うか否かにつき、複数の具体的考慮要素に基づいて、「正当な事業上の理由」の有無を判断すべき旨を明らかにしたリーディング・ケースである。第二巡回区（管轄区域はコネチカット州、ニューヨーク州地区およびヴァーモント州）以外の巡回区では、本判決は拘束力のない説得的法源にすぎないが、多くの巡回区が本判決に追隨し、同様の基準を採用している。⁽⁴⁶⁾

(b) 事業譲渡の事案への適用

本判決の事案における譲渡対象財産は、投資目的で保有していた他社の市場性のある株式であり、事業譲渡の事案ではない。しかし、後の裁判例において、債務者が計画認可前に全ての事業を譲渡する事案についても、本判決の正当な事業上の理由の基準が用いられている。⁽⁴⁷⁾

ただし、裁判例の中には、計画外事業譲渡については、①「正当な事業上の目的」(sound business purpose)として本判決と同様の要素を考慮するのに加え、②利害関係者に対し正確かつ合理的な通知が行われたこと、③売却価格が適切（公正かつ合理的）であること、④譲受人が誠実 (good faith) であることを要件としたものもある。⁽⁴⁸⁾ このうち②は連邦倒産法三六三条 (b) (1) が規定する審問前の通知の要件に対応し、③は本判決の考慮要素⑤に対応するほか、信認義務の内容である財団価値最大化原則とも関係するように見受けられる。このようなヴァリエーションについては、本判決自体が、前記 (1) ①から⑦までの考慮要素は例示列举であるとし、どの考慮要素に重きをおくかについての手引きも特に示さずに、個別事件の裁判所の裁量に委ねた結果であると評されている。⁽⁴⁹⁾

(c) 経営判断原則との関係

正当な事業上の理由の基準については、アメリカ会社法の著名な判例理論である「経営判断原則」(business judgment rule) との近似性を指摘する論者がある。⁽⁵⁰⁾ これは、裁判所が正当な事業上の理由を否定する例は比較的

に少なく、結果としてDIPによる事業譲渡の経営判断が尊重される傾向を捉えたものと見られる。しかし、会社法における経営判断原則は、取締役に対する会社や第三者からの事後的な責任追及の可否の判断について、経営判断の内容の合理性には立ち入らずに、取締役の意思決定過程に不合理がないことと、取締役と会社の間に利益相反がないことのみを審査する法理論である。⁽⁵¹⁾これに対し、三六三セールにおける正当な事業上の理由の基準は、債務者による事前の許可申立について、裁判所が取引の実質的内容や関係者の利害を具体的に検討するものであり、⁽⁵²⁾基準の内容や適用場面は本質的に異なると見るべきである。⁽³³⁾

(3) 正当な事業上の理由を欠くとされた裁判例

計画外事業譲渡につき、正当な事業上の理由を認定しなかった裁判例はそれほど多くはないが、それらの事業の特徴としては、①計画認可を待てないほどに急激な資産価値低下のおそれが認められないこと、⁽⁵⁴⁾②譲受人募集の活動や情報開示が不十分であったこと、③担保付債権者は譲渡代金の分配を受けるが、無担保債権者は分配を受けることができず何ら利益がないことがある。⁽⁵⁶⁾

これらのうち③については、正当な理由を具備し、無担保債権者からの異議を受けないために、優先順位によれば本来弁済に与れない無担保債権者に事業譲渡代金の一部を分配することが行われることがある。これはgiftingと呼ばれており、隠れた再建計画への該当性という別の問題を生じさせることになる(後記2(4)(a)で詳述する)。

2 隠れた再建計画の法理

(1) In re Braniff Airways 事件判決 (第五巡回区連邦控訴裁判所、一九八三年)⁽⁵⁷⁾

計画外事業譲渡の許可要件として、前記1の正当な事業上の理由に加え、「隠れた再建計画(sub rosa plan)」

に該当しないか否かについて考慮する判例や裁判例もある。⁽⁵⁸⁾ 本判決は、「隠れた再建計画」に該当することを理由に、連邦倒産法三六三条 (b) (一九八四年改正により同条 (b) (2) が付加される前の規定。現行規定の (b) (1) に相当) に基づく財産処分を許可しなかったリーディング・ケースである。なお、「隠れた」の語は、本来再建計画で行うべき事柄を財産処分等の取引に仮託して行うことを意味し、秘密裏に行われるという含意はない。⁽⁵⁹⁾

【事案】

航空運送事業を営む債務者 Braniff Airways, Inc. は、一九八二年五月に第一章手続を申し立てた。同年二月二三日に、本件債務者は、その一部事業の譲渡に関する合意を、パシフィック・サウスウエスト航空 (PSA: Pacific Southwest Airlines) との間で締結し、連邦倒産法三六三条 (b) に基づく許可を裁判所に申し立てた。本件合意は、本件債務者が発行した旅行クーポンや無担保債務を PSA が承継し、本件債務者が将来の事業収益の分配を PSA に請求できるとする対価として、PSA は本件債務者から現金、航空機、設備、空港ターミナルの賃借権、空港発着枠等の一部を譲り受ける旨を内容としていた。前記旅行クーポンは、本件債務者の旧従業員、株主や一部の債権者に発行され、事業の再建が成功した場合に利用可能であると定められていた。また、同月三〇日に、本件債務者は、債権者および担保権者の一部との間で締結した和解契約の許可申立も行っていた。

連邦倒産裁判所はこれらの申立を許可する決定をし、上訴審の連邦地方裁判所もこれを是認したが、さらに連邦巡回区控訴裁判所に上訴がされた。⁽⁶⁰⁾

【判旨】

「本件合意は、本件債務者に対する債権者の権利について重大な変更をもたらすものである。……本件合意のいくつかの条項は、連邦倒産法三六三条 (b) によって許容される「財産の使用、売却、賃貸」を逸脱しており、連邦地方裁判所は承認する権限を欠いていた。」として、原判決を破棄して原審に差し戻した。⁽⁶¹⁾ 判決が逸脱とし

て挙げたのは以下の三点である。

第一に、本件合意における旅行クーポンの承継と、本件債務者が支払うその対価に関する条項は、「債務者の資産構成を変更するだけでなく、将来の再建計画の内容の一部を支配する効果を有する」ものであり、本来再建計画で行うべき内容であるとして、「債務者や倒産裁判所は、財産の売却に関連して『隠れた再建計画』に該当する条項を設けることによって、第一章手続の再建計画認可要件を潜脱すべきではない。」とした。

第二に、担保付債権者は将来、担保権を実行した場合に予測される不足額について、無担保債権者委員会の多数が承認した再建計画に賛成票を投じなければならないとする条項があるが、「このような条項も、『財産の使用、売却または賃貸』に該当するものではなく、再建計画の作成に債権者が参加し裁判所の認可に至るまでの精緻な法的枠組みを無に帰する。」とした。

第三に、「本件合意は、債務者、担保権者、役員やオフィサーに対し、全ての当事者が債権を放棄する旨も規定するが、これも三六三条（b）所定の財産の使用、売却、または賃貸に該当しない。」

「再建計画で定めるべき内容を定める取引について、裁判所は、第一章手続が再建計画認可に課したハードルに留意しなければならない（連邦倒産法一一二五条、一一二六条、一一二九条（a）（7）、同条（b）（2）（B）参照）。本件取引が承認し実行されれば、本件債務者の下に残された財産での再建の可能性はほとんどない。この点も、本件取引の実態は再建であるとする当裁判所の見解を裏付ける。」とした。

（2） In re Continental Airlines 事件判決（第五巡回区連邦控訴裁判所、一九八六年）⁽⁶²⁾

本判決は、計画外事業譲渡の事案ではないが、財団への影響が大きい高額の新規取引（航空機リース）について、隠れた再建計画に該当するとした判例である。

【事案】

航空運送事業を営む債務者 Continental Airlines, Inc. は、一九八三年九月に第一章手続の申立をした。本件債務者は、金融機関に対し総額約三〇〇〇万ドルの負債があり、DIPとして事業を継続していたが、一九八四年三月に、旅客機二機について、期間一〇年、リース料総額七〇〇〇万ドル強のリース契約を締結する交渉の許可を裁判所に申し立てた。本件債務者は、これらの機材によってキャッシュフローを強化し、最も価値のある資産の一つである、太平洋地区での事業の価値向上が可能であると主張した。

倒産裁判所はこの申立に許可を与えたが、金融債権者の一部が連邦地方裁判所に上訴し、前記 In re Braniff Airways 事件判決を引用の上、許可申立に係るリースは計画認可手続を潜脱していると主張した。連邦地方裁判所は、本件は In re Braniff Airways 事件とは異なり、当該リースは将来の再建計画の条件の支配、債務者の財産の大部分の逸出、再建計画案に対する投票、あるいは債務の免除や債権の優先順位の変更のいずれにも該当しないと認定して許可を維持した。これに対し、さらに連邦控訴裁判所に上訴が提起された。

【判旨】

In re Lionel 事件判決の正当な事業上の理由の基準を引用した上で、航空路線の運航等によって得られる金銭も倒産法五四一条所定の「財団」に含まれ、その資金の使用も倒産法三六三条 (b) の許可対象であるとした。本件債務者が主張した、①外国為替相場の変動による需要増加に対応すること、②競争上の優位性を、新路線によるルートの拡充や、既存事業者の撤退による空白を埋めることによって維持すること、③外国政府からの路線開設要望に対応すること、④利益とキャッシュフローの増加は、本件リースの交渉を行う正当な事業上の理由に該当し（ただし、最終的な合意を許可する際に再審査に服する）、リース交渉の継続を許可するのに十分な理由であったとして、連邦地方裁判所の認定を支持した。⁶³⁾

一方、隠れた再建計画への該当性については、In re Braniff Airways 事件判決を引用した上で、「本件では、

上訴人である債権者が、本件リースが再建計画で行われていたならば受けられた倒産法上の保護を否定されたことを具体的に主張していたのに、連邦地方裁判所はその点の検討をしなかった。計画認可手続であれば、申立に係るリースを含む再建計画を否決することや条件付とすることができたような場合、裁判所はリースを許可する制定法上の根拠を欠いていたおそれがある。」として、原決定を破棄差戻した⁽⁶⁴⁾。

(3) In re Braniff Airways 事件判決および In re Continental Airlines 事件判決の位置付け

(a) 「隠れた再建計画」に該当する条項

In re Braniff Airways 事件判決の事案と判旨を照らし合わせると、①将来の再建計画の内容の一部を支配する効果を有する条項、②将来提出される再建計画に対し賛成の投票を求める条項、③債務者や、債務者の役員やオフィサー等の内部者に対する債権の放棄に関する条項が、「隠れた再建計画」として禁じられる旨の判断を行ったことが読み取れる。

これらのうち、計画外事業譲渡に直接関係するのは①であるが、その対象は一義的に明確ではない。ただし、判旨の後の部分や、In re Continental Airlines 事件判決も併せて読むと、「再建計画で行われていたならば受けられた倒産法上の保護」、すなわち開示説明書による情報開示（連邦倒産法一二五条）、再建計画の決議への参加の機会（同一二六条）および計画認可要件による保護（同一二九条（a）（b））が失われた点に着目していることが窺える。

②については、近時では計画支援契約（plan support agreement; lock-up agreement）、すなわち債務者と主要な債権者やスポンサー等との間で、事前の交渉に基づき再建計画への支援を約束する合意の有効性の問題として、三六三セールから独立した論点として議論がされているので、本稿ではこれ以上立ち入らないこととする⁽⁶⁵⁾。

③については、その前提として、再建計画において債務者以外の第三者に対する債務免除や、否認の不行使を

定める条項 (third-party releases) の許容性が問題となる。⁽⁶⁶⁾ 判例は巡回区によって分かれており、後にコロンビア特別区巡回区や第五巡回区等はこれを認めない立場を採るに至ったが、第二巡回区や第三巡回区等は一定の要件の下に許容している。⁽⁶⁸⁾ また、放棄対象となる権利についての適切な情報開示の欠如や、譲渡対価の適正への疑義を生じさせるとして、正当な事業上の理由を否定する要素として認定した裁判例もある。⁽⁶⁹⁾

(b) 第五巡回区以外での状況

In re Braniff Airways 事件と In re Continental Airlines 事件は、いずれも第五巡回区 (管轄区域はルイジアナ州、ミシシッピ州およびテキサス州) の判例であり、他の巡回区では説得的法源にとどまる。しかし、他の巡回区においても、隠れた再建計画に該当する旨の異議が述べられた場合には、前記①から③までに該当する条項の有無について実体的な判断が行われている (後記四4のGM事件決定はその一例である)。

(4) 隠れた再建計画への該当性を認定した裁判例

(a) 担保権者から後順位の債権者への gifting

前提として、債務者の全事業を計画外で譲渡すること自体は、直ちに隠れた再建計画に該当しないことは争いがなく、計画外事業譲渡に関して隠れた再建計画である旨の異議申立が認められた例は、倒産裁判所や地方裁判所レベルでも多くはない。その中でも比較的によく見られる事案は、事業譲渡代金の分配における "gifting" に関するものである。

三六三セールにおける gifting は、例えば事業譲渡対価よりも担保権者の被担保債権額が上回り、優先順位に従うと代金がすべて担保権者に分配される場合であっても、担保権者が譲渡代金の一部を無担保債権者に分配することを指す。gifting が再建計画で行われた場合 (ギフト・プランと呼ばれる) には、無担保債権者に優先する中間的な順位の債権者が全額の弁済を受けていないのに、下位債権者が配当を受けることになるため、計画認可

要件の一つである絶対優先原則 (absolute priority rule) 違反の有無が問題とされ、その許容性について活発に議論がされている。⁽⁷⁰⁾ 三六三セールにおける gifting に関しては、In re On-site Sourcing 事件決定 (ヴァージニア州東部地区連邦倒産裁判所、二〇〇九年) は、事業譲渡代金の一部を無担保債権者への支払に充てる基金を設立したことにつき、手続費用等の優先債権者より先に無担保債権者が支払いを受けることになり絶対優先原則に違反することを理由に、隠れた再建計画に該当するとした。⁽⁷¹⁾ これに対し、In re ICL Holding Co. 事件判決 (第三巡回連邦控訴裁判所、二〇一五年) は、ギフト・プランに関する議論も参照し、無担保債権者への分配原資が事業譲渡対価ではなく、事業譲受人の資金である場合には、gifting は絶対的優先原則に違反しないとされた。⁽⁷³⁾

また、計画外事業譲渡ではなく和解契約の事案であるが、In re Iridium 事件判決 (第二巡回連邦控訴裁判所、二〇〇七年) は、担保権としてリーエンを主張する金融債権者と無担保債権者委員会との間で、リーエンの有効性を争わない代わりに、財団の現金を、かつて債務者 Iridium の親会社であったモトローラ社に対する訴訟追行費用に充てることを内容とする和解契約を締結することの許可申立がされた事案において、リーエンに関する紛争の終決後にモトローラ社を提訴するよりも、直ちに当該紛争を終結することが、「適切な事業上の理由を有し、計画認可へ一歩進めるものであってこれを回避するものではない。」として、隠れた再建計画への該当性を否定した。

(b) 同順位者間の不公正な差別

三六三セールが同順位の権利者間で不公正な差別を生じさせるとして、隠れた再建計画⁽⁷⁵⁾への該当性が争われた裁判例として、In re Transworld Airlines, Inc. 事件決定 (デラウェア州地区連邦倒産裁判所、二〇〇一年)⁽⁷⁶⁾ がある。同判決の事案は、第一章手続係属中の Trans World Airlines (TWA) の事業を、入札で落札した American Airlines (AA) に譲渡することの許可申立において、TWA が従業員や旧従業員に対し負担していた総額五億

ドル超の債務をA Aが承継することが、承継されない同順位の債権者との不公平な差別であると主張して、落札できなかった他の入札者が異議を述べたが、倒産裁判所は隠れた再建計画への該当性を認めず事業譲渡を許可した。本決定は理由として、①譲受人が承継対象とする債務を選択し、それも織り込んだ譲渡代金とすることは事業譲渡に内在する扱いであり、譲渡対価の分配スキームの潜脱に該当しないこと、②資産価値の急激な低下により自主再建は困難であり、事業譲渡は一部の債権者が相対的に不利な扱いを受けるとしても、財団の最善の利益に適用ものであること、③債権者間での異なる扱いは、例えば未履行契約の引受または履行拒絶の選択(連邦倒産法三六五条(a))のように、倒産手続の他の場面でも生じ得るものであること等を挙げている。⁽⁷⁷⁾

(c) その他の事案

前記(3)(a)①に該当するものとして、計画外事業譲渡の事案ではないが、In re Continental Airlines 事件判決のように、許可申立に係る取引による新たな担保や債務の負担が、既存の財団や負債の規模と比べて過大となる事案⁽⁷⁸⁾や、再建計画における third-party release を許容する巡回区における前記(3)(a)③の事案⁽⁷⁹⁾などがある。

3 信認義務

(1) DIPである会社の取締役の信認義務

信認義務 (fiduciary duty) は、受認者 (fiduciary) が他者の利益のために行動することを引き受けることにより生じる信認関係⁽⁸⁰⁾に基づき、受認者に課せられる義務である。倒産手続における管財人 (trustee) が、債務者の財産につき受認者として信認義務を負うことは、現行連邦倒産法以前から判例によって認められており、第一章手続におけるDIPも債務者財産の管理処分について信認義務を負う。⁽⁸²⁾ DIPが法人である場合には、DIP

の職務は法人の役員やオフィサーが行うことから（連邦倒産規則九〇〇一条（5））、実際にはこれらの者がDIPとしての信認義務を遵守すべき地位にある。⁽⁸³⁾

平常時の会社の取締役の信認義務は、注意義務（duty of care）と忠実義務（duty of loyalty）を中核的な内容とするが、⁽⁸⁴⁾これを理念的に表現した概念として、会社の実質的所有者である株主の利益のために会社価値を最大化する義務である、株主利益最大化原則（shareholder value maximization）⁽⁸⁵⁾がある。同原則は、会社が実質的倒産状態にある場合には、会社の全ての利害関係人のための義務となり、⁽⁸⁶⁾第一章手続が開始された後は、無担保債権者、担保付債権者、株主を含む倒産手続の利害関係人全体のための財団価値最大化原則に変容すると解されている。⁽⁸⁷⁾

（2）財産の売却における信認義務

管財人やDIPが財団財産の使用、売却または賃貸を行うに際し、倒産手続の利害関係人に対し信認義務を負っていることや、これを理念的に財団全体の最善の利益を図り行動する義務、⁽⁸⁸⁾あるいは財団価値最大化義務と表現することについて、おおむね異論は見られない。

例えば、In re Schipper 事件決定（イリノイ州北部地区連邦倒産裁判所、一九九〇年）⁽⁹⁰⁾の事案は、第一章手続が開始されていたDIPである自然人が、財団に属する不動産を自身の両親に売却すること（事業譲渡ではなく個別の売却）の許可申立をしたというものである。決定要旨は、In re Lionel 事件判決が示した正当な事業上の理由の要件や、通知と審問の手続的要件の充足を認定した上で、「受認者と、信認義務を負う相手方との間の取引にしばしば適用される一般的な、内在的公正（inherent fairness）の基準を適用したとしても、債務者の行為は基準を充足する。売買価格は、中立的な評価による取引当時の公正な市場価値と同等である。……売却益は、債務者の再建に必要な事業継続資金に使われた。売買は誠実に行われ、対等な交渉が行われたことが看取される」と

した上で、売買価格は公正で債権者の最善の利益に適うものであったとして信認義務違反を認定せず、申立に係る売却を許可した。

(3) 信認義務違反を認定した裁判例

計画外事業譲渡における信認義務に言及する判例・裁判例のほとんどは、譲受人が債務者の取締役、オフィサーなどの内部者 (insider)⁽⁹¹⁾ であること等の外形的事実により、当該事業譲渡の内容や条件の公正に疑義がある事案において、財団の最善の利益に合致するか否かを厳格に審査する必要性⁽⁹²⁾として信認義務を援用する。平常時の会社であれば忠実義務違反の事案に相当すると見られる。

信認義務違反が認定された具体例としては、債務者が、事業譲渡の入札において特定の者にのみ非公式に接触してより高額の入札を促し、その者が落札していた事案⁽⁹³⁾や、事業譲受人が、債務者が第一章手続を申し立てる前から譲渡対象事業の経営に関与し実質的に支配していた利益相反状態にあり、債務者において落札者を選定する際に自らを選定させた事案⁽⁹⁴⁾がある。

なお、計画外事業譲渡の許可要件について前記 1 (2) (b) ① から ④ の四要件を採る見解のうち、譲受人が誠実ではないこと (4) を認定した例として、譲受人が、債務者の副社長やその家族に、事業譲渡後も高額の給与による雇用を約束するなど「馴れ合い的契約」(sweetheart contract)⁽⁹⁵⁾を行っていた事案や、債務者において事業譲受人の募集を行っておらず、譲受人の申し出た価格も譲渡対象事業の市場価値を大きく下回っていた事案⁽⁹⁶⁾がある。これらの事案では、譲渡人である債務者が誠実性を欠くことも認定できよう。

4 前記三理論の関係

(1) 問題の所在

以上のとおり、計画外事業譲渡の許可要件に関する判例理論として、① 正当な事業上の理由の基準、② 隠れた再建計画の法理、③ 信認義務の三つが存在する。

これらの相互関係は、判例や裁判例において必ずしも明確にされてきたとはいえない。その理由としては、① 正当な事業上の理由の基準の考慮要素は判例で列挙されているが、例示にすぎ限定的ではないこと、② 隠れた再建計画の法理の外延が明確ではないこと、③ 信認義務も財団価値最大化原則という一般的理念を掲げていることにより、同じ事実関係が複数の基準や法理の評価対象となり得ることによるものと考えられる⁽⁹⁷⁾。

一つの整理として、③ 財団価値最大化原則が言わば一般条項であり、① 正当な事業上の理由の基準や② 隠れた再建計画の法理を補完する関係にあるとする立場が考えられる。例えば、前記 *In re Schipper* 事件の控訴審判決⁽⁹⁸⁾（第七巡回区連邦控訴裁判所、一九九一年）や、*In re Continental Airlines* 事件判決の判旨には、① が③ を充足するための基準である旨を述べた部分がある⁽⁹⁹⁾。この立場を採った場合、正当な事業上の理由が認定され、あるいは隠れた再建計画への該当性が否定されても、信認義務違反が認定される事案が生じ得ることは不自然ではない⁽¹⁰⁰⁾。

(2) 正当な事業上の理由の基準と、隠れた再建計画の法理の関係

例えば、*In re Continental Airlines* 事件判決の判旨は、正当な事業上の理由を認定する一方で、隠れた再建計画に該当する可能性を肯定しており、両者は独立の要件であることを明確にしている。これに対し、*In re Iridium* 事件判決⁽¹⁰¹⁾（第二巡回区連邦控訴裁判所、二〇〇七年）の判旨は、正当な事業上の理由が認められる場合には、隠れた再建計画への該当性が否定されるかのように述べた部分がある。後記四 3 のクライスラー事件判決の原審である連邦倒産裁判所判決（ニューヨーク州南部地区連邦倒産裁判所、二〇〇九年）は、隠れた再建計画の法理

を一般論として認めるが、In re Iridium 事件判決の右判旨を引用の上、「当該取引が、計画認可へと導く可能性を有し、かつ計画認可手続の回避を目的としない『正当な事業上の理由』を有する場合には、許可されてよい。」と判示している。⁽¹⁰²⁾

(3) 考慮要素の横断的整理：In re Gulf Coast Oil Corp. 事件決定（テキサス州南部地区連邦倒産裁判所、二〇〇九年）⁽¹⁰³⁾

本決定は、計画外事業譲渡の許可要件に関する三つの判例理論について、関連判例や学説も参照の上、裁判所が考慮すべき要素を一括して横断的に整理した裁判例である。論者の中には、本決定は正当な事業上の理由の基準を採用しているが、計画外事業譲渡につき比較的厳格な審査を企図していると評する者もある。⁽¹⁰⁴⁾

【事案】

本件の債務者である Gulf Coast Oil Corporation, Century Resources, Inc. および New Century Energy Corp. は、テキサス州のメキシコ湾岸で原油やガスの探掘・生産の事業を営んでいたが、二〇〇八年七月に第一章手続の申立をし、同年十一月に再建計画案と開示説明書を提出した。しかし、同年一二月中旬に、石油やガスの価格下落により、担保付債権額が資産総額を超過したため、将来の収入やキャッシュフローが計画の履行可能性を支えるには足りないとして、本件債務者は、二〇〇五年から取引があり、債務者の総財産にリーエンを設定していた Laurus Master Fund（以下「本件担保権者」という）と交渉の上、既提出の再建計画を放棄し、三六三セールにより全事業の譲渡を行う方針に変更した。本件債務者は、二〇〇八年一二月に裁判所の許可を得て翌年一月に入札を実施したが、債務者と本件担保権者の見込み通り、本件担保権者のみが入札し落札した。本件債務者は、本件担保権者への事業譲渡の許可を裁判所に申し立てた。

【決定要旨】

決定要旨は、正当な事業上の理由の基準、隠れた再建計画の法理および信認義務について確認した上で、裁判所が考慮すべき要素を要旨以下のとおり列挙した。⁽¹⁰⁶⁾

① 迅速の要請は証拠に基づいているか？

急速に価値が低減する財産がその典型であるが、市場または事業上の逆境を避ける必要性も含まれる。⁽¹⁰⁶⁾ 全ての売却が緊急性を要する訳ではなく、提出される証拠の信用性には注意を要する。

② 事業上の理由は何か？

会社法の経営判断原則や、裁判所の管財人に対する監督以上のものが求められる。財団の（実質的に）全ての財産の売却、財団で最も価値のある財産の売却、または、再建計画の枠組みや結論を実質的に事前に決するような売却の申立については、売却および売却手続、並びに計画認可の要件や手続を充足せずに進めることについて、事業上の正当性があること。

③ 事案が適正手続を確保できる程度に十分成熟しているか？

手続開始直後に売却が行われると、全ての利害関係人が十分な通知や情報を得て手続に参加する機会が実質的に奪われる。無担保債権者委員会や担保付債権者委員会を組織し、法律顧問やファイナンス顧問を選任するには時間を要するからである。……利益を受ける少数の当事者のみが実情を知る状況での拙速な売却許可申立は、内在的に疑念がある。

④ 譲渡契約が、競争性ある入札を可能にするものか、または相対取引での買受人は唯一の可能性ある者か？

正当な理由で買受人候補者が一人のみという場合はあるが、多くの場合、競争的な市場が最高価値による売却を可能にするため、譲渡契約は競争入札を可能にするような条項とすべきである。

- ⑤ 対象財産について積極的な販売促進活動が行われたか？
- ⑥ 譲渡について、債務者の受認者が利害関係を有していないか？
- DIPは、財産の売却やその許可申立について信認義務を負う。DIPをコントロールする受認者が事業譲渡によって利益を得または得る可能性がある場合、裁判所は、DIPの経営判断を尊重すべきか否かを慎重に検討しなければならない。
- ⑦ 譲渡対象は債務者の全財産か、または最も価値のある資産 (crown jewel) を含むか？
- 三六三セールの許可は、譲渡対象財産の割合 (価値) が大きいほど慎重に行うべきである。
- ⑧ 譲受人はどのような保護を欲しているか？
- 倒産法上、譲受人に対する保護は再建計画によることを原則としているから、計画外事業譲渡の譲受人が広範の保護を求めるほど、許可の可能性は低くなる。
- ⑨ 再建計画内で事業譲渡を行う場合、どれだけ負担になるか？
- 財団の主要な財産について三六三セールを申し立てる者は、計画内での譲渡に比べて迅速で費用低廉ことを証拠とともに示すべきである。
- ⑩ 事業譲渡によって利益を得る者は誰か？
- 仮に、取引が一部の者へのみ利益を与えるものである場合、申立人は、なぜ、通常の取引では得られない特別の権限や救済を与えてよいのかを立証すべきである。特に、売却によって倒産手続の費用の全部を支弁できない場合、譲受人が特別の利益を得る理由があると認めることは困難であろう。
- ⑪ 適切な保護の手段が必要かつ可能か？

倒産裁判所は、再建計画認可手続で与えられる保護を参考に、適切な保護を検討すべきである。

⑫ 審問において当事者対抗主義的な主張が行われ、倒産手続の尊厳は護られたか？

例えば、許可申立が過度に早期に行われた場合、利害関係者への影響の検討が不十分な場合、情報が許可決定の重要性に比べ不十分な場合、司法への尊厳に疑義を生じさせる場合などにおいては、許可決定を正当化するには不十分と認定することが可能である。

⑬ 前記以外に、状況を変化させ、または重要な評価要素となる事件特有の個別的な事情

判旨はこれらの考慮要素を検討して以下の通り認定し、事業譲渡申立を許可しなかった。⁽¹⁰⁷⁾

「計画認可を迅速に行うことで同様の結果を達成できないことを示すものは認められなかったが、そのことが決め手ではない。申立人は、計画認可に先立って売却する必要性を示さなければならない。……判例は計画認可前の売却に支障がないことだけでなく、事業上の正当性を示すことを求めている。

本件において、申立に係る取引は、基本的に担保権の実行（受戻権喪失）の性質を有するが、（担保権者が選んだ）未履行契約の承継、連邦裁判所の命令による承継責任の除去や、継続企業の維持が付随している。連邦議会は、これらを実現する方法として、再建計画についての交渉、投票、および計画許可要件を規定したのである。……本件においては、以下のいくつかの重要な認可要件が充足されていない……。

- ・支払が予定されている唯一の手続費用債権は、譲受人が事前に支払に同意し、または後に支払うことを決めたものである。裁判所は、一二九条（a）（9）所定の要件である、手続費用債権全額が支払予定であることを認定できない。

- ・無担保債権の一部のみが支払予定であることは平等原則に違反し、一二三条（a）と一二九条（a）（9）の要件充足を認定できない。

・どの従業員が雇用継続されるかを裁判所は認識していないため、一二二九条 (a) (5) により必要な認定をすることができない。しかし、より重要な点は、債務者を実質的に支配する主体が、本件担保権者と事業譲渡契約に関する交渉を行うに際して、利益相反がなかったことを認定できないことである。

たとえ、本件担保権者の被担保債権が担保価値を超えており、価格は問題ではないと結論づけるのが合理的であったとしても、販売促進活動のプロセスは、公正な価格を保障するのに必要な、実際に機能している市場が存在しないことを裏付けている。

申立に係る事業譲渡は、最も収益性の高い資産だけでなく、その他の価値ある全ての財産を含んでいる。仮に裁判所が事業譲渡を許可すれば、事件は第七章手続に移行するだろう。本件の取引の効果は、債務者の資産を本件担保権者に移転した上で、担保権実行によつては得られない利益をも取得させるものである。

第五巡回区の法と前述した要素を検討した結果、当裁判所は、事業譲渡は許可されるべきないと結論づける。」

(一) 事業譲渡契約の呼称は、“asset purchase agreement”や“asset sale agreement”が用いられることが一般的である(株式譲渡契約 (stock purchase agreement; stock sale agreement) と対比的に用いられる)。譲渡対象が継続企業であることを明確にする語として going-concern sale (つれに對し、継続企業でない場合は non-going concern sale) があるが、契約の名称に付記されることは少ない。三六三セールで用いられる事業譲渡契約書のモデルとその解説を収録した文献として、¹⁾ American Bar Association, Business Bankruptcy Committee, Model Asset Purchase Agreement for Bankruptcy Sales (2016)。

(二) Mark J. Roe, Three Ages of Bankruptcy, 7 Harv. Bus. L. Rev. 187 (2017) 207, Fig. 1 (2017)。このデータは UCLA-LoPucki Bankruptcy Research Database [<http://lopuclilaw.ucla.edu/trendtracking.htm>] に掲載 (本稿で引

用するURLは、www.flsenate.gov/legislation/bills/2019/0001 (2019年3月1日閲覧)。

- (3) 代表的論稿として、Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, The End of Bankruptcy, 55 Stan. L. Rev. 751, 785 (2002) (邦語による紹介として、倉部真由美・民誼五一号二〇〇六年)。*See also*, Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, Chapter 11 at Twilight, 56 Stan. L. Rev. 673 (2003); Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, Secured Party in Possession, Am. Bankr. Inst. J., September 2003, at 12; David A. Skeel, Jr., Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11, 152 U. Pa. L. Rev. 917, 921-922 (2003); James J. White, Death and Resurrection of Secured Credit, 12 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 139, 163 (2004); Douglas G. Baird, The New Face of Chapter 11, 12 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 69, 73 (2004); George W. Kunev, Let's Make It Official: Adding an Explicit Preplan Sale Process As an Alternative Exit from Bankruptcy, 40 Hous. L. Rev. 1265, 1270 (2004).

- (4) Lynn M. LoPucki & Joseph W. Doherty, Bankruptcy Fire Sales, 106 Mich. L. Rev. 1 (2007) 中、二〇〇〇年から二〇〇四年の間の、大規模公開会社の第一章手続について統計的に調査した結果、自主再建における債権者の回収率が、事業譲渡による再建よりも高いことや、事業譲渡の件数や率が二〇〇三年と二〇〇四年に低下していたことを指摘する。ただし、当時の景況を見ると、二〇〇一年から二〇〇二年はITバブル崩壊や九・一一テロ事件により低迷していたが、二〇〇三年後半からは回復が始まっていたことに留意する必要がある。

- (5) 一九八〇年代には大規模な事業会社の三分の一近くが株式公開買付け (takeover bid) の標的となり、一九九〇年代には、投資銀行や弁護士などの専門家の充実によって、M & A 市場は更に発展した。また、債権売買市場の発達により、債務者が破綻懸念あるいは倒産手続中の債権であっても売買対象とされるようになったことで、債権の長期保有を前提とする自主再建は好まれなくなったとされる (Roe, *supra* note 2, at 205-210)。

- (6) The Bankruptcy Act of 1867, 14 Stat. 517.

- (7) *Id.* Sec. 28.

- (8) *Id.* Sec. 25.

- (9) The Bankruptcy Act of 1898, 30 Stat. 544.

- (10) General Orders and Forms in Bankruptcy (By order dated November 28, 1898), Rule XVIII. 3.

- (11) 11 U.S.C. 116 (3), 313 (2), 516 (3) (1952).
- (12) *In re Solar Mfg. Corp.*, 176 F.2d 493, 494 (3d Cir. 1949).
- (13) *See also, In re Pure Penn Petroleum Co.*, 188 F.2d 851, 854 (2d Cir. 1951).
- (14) *In re Dania Corp.*, 400 F.2d 833, 837 (5th Cir. 1968).
- (15) *See also, In re Equity Funding Corporation of America*, 492 F.2d 793, 794 (9th Cir. 1974).
- (16) *In re V. Loewer's Gambrinus Brewery Co.*, 141 F.2d 747, 748 (2d Cir. 1944).
- (17) *Patent Cereals v. Flynn*, 149 F.2d 711, 713 (2d Cir. 1945).
- (18) 現行連邦倒産法制定過程における議論の状況について *In Re White Motor Credit Corp.*, 14 B.R. 584, 588-589 (Bankr. N.D. Ohio 1981).
- (19) Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States, H.R. Doc. No. 93-137, 93rd Cong., 1st Sess., pt. 3 at 239 (1973).
- (20) Hearings on H.R. 31 & H.R. 32, Before the Subcomm. on Civil and Constitutional Rights of the House Comm. on the Judiciary, 94th Cong., 1st & 2nd Sess., ser. 27, pt. 4 at 2123 (1975-1976).
- (21) 法案説明資料では、再建の実現には事業を中断せずに継続することが重要であるとして、事業の通常の過程の範囲内の取引につき裁判所の許可を不要としたことで、許可申立から許可決定までの間の事業の停滞を防止する趣旨が述べられるにとどまっており、全財産の売却に関する規定を削除した趣旨は明らかにされていない (H.R. 95-595, 95th Cong., 1st Sess. (1977) 345; Sen. Rep. 95-989, 95th Cong., 2nd Sess. (1978) 55)。
- (22) 三六三セールに関する邦語文献として、高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』一〇六頁(商事法務、一九九六年)、河崎祐子「民事再生手続における計画によらない事業譲渡について―構造分析の観点からの一考察―」法学七三巻三号一頁(二〇〇九年)、井出ゆり「米国GM・クライスラー等のチャプター11手続にみる「三六三セール」に関する論点と日本の倒産手続上の計画前事業譲渡」債管二二七号五一頁(二〇一〇年)、野村證券株式会社「各国の事業再生関連手続について―米英仏独の比較分析―」九頁(二〇一一年) [http://warpdandl.go.jp/infoandjip/pid/9919854/www.meit.go.jp/meit_lib/report/2011ty/E001739.pdf] 阿部信一郎『粕谷宇史』わかりやすいアメリカ

連邦倒産法』九七頁(商事法務、二〇一四年)、藤本利一「計画外事業譲渡は「濫用」か?」銀法七七一号三五頁(二〇一四年)、福岡真之介『アメリカ連邦倒産法概説』七七頁、四三二頁(商事法務、第二版、二〇一七年)、山本研「アメリカにおける早期事業再生の手法」上野泰男先生古稀祝賀論文集『現代民事手続の法理』六五八頁(弘文堂、二〇一七年)。

(23) 本文中に記述した以外の手法として、手続を廃止しつつ、正当な理由があるとして手続開始前の状態への回復とは異なる取扱いをする条件付廃止 (structured dismissal) があるが(連邦倒産法三四九条 (b))、最近の連邦最高裁判所判決は、倒産法所定の優先順位を逸脱する分配を実現する条件付廃止は許されない旨の判断を示した (Czyzewski v. Jevic Holding Corp., 137 S.Ct. 973 (2017))。同判決の邦語による紹介として、板持研吾＝行岡睦彦「倒産手続における優先順位からの逸脱に関する一考察—Czyzewski v. Jevic Holding Corp. 判決を題材にして—」神戸六八巻一号一九三頁(二〇一八年))。

(24) *E.g.*, *In re Lloyd*, 37 F.3d 271, 273 (7th Cir. 1994); *Vista Del Mar Assocs., Inc. v. West Coast Land Fund (In re Vista Del Mar Assocs., Inc.)*, 33 C.B.C. 2d 1315, 181 B.R. 422 (B.A.P. 9th Cir. 1995); *Licensing by Paolo v. Sinatra (In re Gucci)*, 105 F.3d 837 (2d Cir. 1997). つれづれに対し、執行停止がなかったことに加え、上訴審裁判所が売買の効力に影響しない効果的な救済を与えようとしたことが大きなことも、争訟性消滅の要件とする判例もある (Krebs Chrysler-Plymouth, Inc. v. Valley Motors, Inc., 141 F.3d 490, 499 (3d Cir. 1998); *Parker v. Goodman (In re Parker)*, 499 F.3d 616, 621 (6th Cir. 2007))。

(25) *In re Ewell*, 958 F.2d 276, 279 (9th Cir. 1992); *In re Vetter Corp.*, 724 F.2d 52, 56 (7th Cir. 1983); *In re Mark Bell Furniture Warehouse, Inc.*, 992 F.2d 7, 8 (1st Cir. 1993); *Tompkins v. Frey (In re Bel Air Assocs., Ltd.)*, 706 F.2d 301, 304-305 (10th Cir. 1983); *In re Abbotts Dairies of Pennsylvania, Inc.*, 788 F.2d 143, 147 (3d Cir. 1986)。

(26) *In re Rock Industries Machinery Corp.*, 572 F.2d 1195, 1199 (7th Cir. 1978). なお、誠実性の立証責任は、事業譲渡を有効と主張する側(上訴の相手方)が負つて解される (T.C. *Investors v. Joseph (In re M Capital Corp.)*, 290 B.R. 743, 750 (B.A.P. 9th Cir. 2003))。

(27) 執行停止の発令には、通常、申立人による担保の提供が求められ、事業譲渡の事案では対象財産の価値に比例し

高額になりやすいことも理由の一つとされる(筆者が二〇一八年一月に、ニューヨーク州南部地区連邦倒産裁判所、およびデラウェア州地区連邦倒産裁判所において、倒産裁判官にインタビューを行った結果による)。

(28) 三六三セールにおいても、再建計画における開示説明書と同等の情報提供を受ける権利を有するとした裁判例がある (*In re Tempnology LLC*, 542 B.R. 50, 65 (Bankr. D.N.H. 2015))。

(29) 杉本純子「債権者機関(債権者集会・債権者委員会)——日米の比較にみる債権者機関の役割と位置づけ」佐藤鉄男『中西正編『倒産処理プレーヤーの役割——担い手の理論化とグローバル化への試み』二五九頁(民事法研究会、二〇一七年)。

(30) 杉本・前掲注(29)二六九頁。

(31) United States Bankruptcy Court for the Southern District of New York, Amended Guidelines For The Conduct Of Asset Sales (2013) (hereinafter "NYSB GL") [http://www.nysbuscourts.gov/sites/default/files/pdf/Guidelines_for_Asset_Sales.pdf]

(32) ストーキング・ホース・ビッドの詳細について、棚橋洋平「再建型倒産処理手続におけるスポンサー保護条項の処遇(1)」(4)——アメリカにおけるストーキング・ホース保護条項からの示唆——早稲田大学大学院法研論集一四九号一七九頁、一五〇号二九三頁、一五一号二八三頁(以上二〇一四年)、一五三号一九五頁(二〇一五年)。

(33) 落札者の買受価格の二、三パーセントが標準とされる。ブレイクアップ・フィーの手続費用(共益費用)債権(administrative claim)該当性が争われた場合の判断基準について、判例は①経営判断原則説、②財団価値最大化基準説、③手続費用債権該当性説に分かれ、帰一していない。以上につき、棚橋・前掲注(32)(3)二八四頁。

(34) 野村證券・前掲注(22)二七頁、棚橋・前掲注(32)(1)一九一頁。

(35) 筆者が二〇一八年一月にニューヨーク州ニューヨーク市、およびデラウェア州ウィルミントンにおいて、第一章手続を数多く扱う複数の弁護士にインタビューを行った結果による。

(36) See *NYSB GL, supra note 31* at 16.

(37) 「適切な保護」は、一括または分割による現金の支払い、追加または代替担保の提供、権利者が有する権利と同等な他の措置を指す(連邦倒産法三六一条)。

- (38) *In re White Motor Credit Corp.*, 75 B.R. 944, 948 (Bankr. N. D. 1987); *In re New England Fish Co.*, 19 B.R. 323, 329 (Bankr. W. D. Wash. 1982); *In re Fairchild Aircraft Corp.*, 184 B.R. 910 (Bankr. W.D. Tex. 1995).
- (39) *E.g.*, *In re WBQ P ship*, 189 B.R. 97, 105, (Bankr. E.D. Va. 1995); *In re P.K.R. Convalescent Ctrs., Inc.*, 189 B.R. 90 (Bankr. E.D. Va. 1995) (「当該資産に対する州税」); *In re Trans World Airlines, Inc.*, 322 F.3d 283, 289 (3d Cir. 2003) (雇用差別の和解のために発行された旅行クーポン)。
- (40) *In re WPRV-TV Inc.*, 143 B.R. 315, 319-21 (D.P.R. 1991); *In re Boston Generating LLC*, 440 B.R. 302, 332-33 (Bankr. S.D.N.Y. 2010).
- (41) *Clear Channel Outdoor, Inc. v. Knupfer (In re PW, LLC)*, 391 B.R. 25 (B.A.P. 9th Cir. 2008); *Criimi Mae Servs. Ltd. P ship v. WDH Howell LLC (In re WDH Howell LLC)*, 298 B.R. 527, 534 (D.N.J. 2003).
- (42) Jonathan M. Landers, *Reflections on Loan-to-Own Trends*, Am. Bankr. Inst. J., Oct. 2007, at 44-46; Charles J. Tabb, *The Bankruptcy Clause, the Fifth Amendment, and the Limited Rights of Secured Creditors in Bankruptcy*, 2015 U. Ill. L. Rev. 765, 769-70 (2015).
- (43) Committee of Equity Security Holders v. Lionel Corp. (*In re Lionel Corp.*), 722 F.2d 1063 (2nd Cir. 1983).
- (44) *In re Lionel*, 722 F.2d at 1069-71.
- (45) 連邦倒産法施行直後には、財産価値の急速な低下による緊急の必要性を要件とした裁判例もあった (*In re White Motor Credit Corp.*, 14 B.R. 584 (Bankr. N.D. Ohio 1981))。
- (46) *E.g.*, *Stephens Industries, Inc. v. McClung*, 789 F.2d 386 (6th Cir.1986) (Lionel 事件判決を引用しつつ「若干異なる呼称による基準 ("sound business purpose") を用いる」); *In re Abbotts Dairies of Pennsylvania, Inc.*, 788 F.2d 143 (3rd Cir. 1986) (買主の誠実性 (good faith) についての考慮)。
- (47) *E.g.*, *In re Abbotts Dairies of Pennsylvania, Inc.*, 788 F.2d 143 (3rd Cir. 1986); *Stephens Indus., Inc. v. McClung*, 789 F.2d 386, 390 (6th Cir. 1986); *In re Oneida Lake Dev., Inc.*, 114 B.R. 352 (Bankr. N.D.N.Y. 1990); *In re Delaware & Hudson Railway Co.*, 124 B.R. 169, 179 (Bankr. D. Del. 1991); *Bartel v. Bar Harbor Airways, Inc.*, 196 B.R. 268, 273 (S.D.N.Y. 1996). ただし、裁判例に於て正当な事業上の理由に於いてより高度の立証が求められること

- 449 S. (*In re* Channel One Communications, Inc., 117 B.R. 493, 496 (1990); *In re* Whitehall Jewelers Holdings, Inc., 20008 WL2951974, at *6 (Bankr. D. Del. 2008)) や、本判決の基準に拠る限り、債務者の総事業の譲渡は一般に再建計画に必要と認められるべきである (*In re* New Hampshire Elec. Co-op, Inc., 131 B.R. 249, 252 (Bankr. D. N. H. 1991))。
- (47) E.g., *In re* Industrial Valley Refrigeration and Air Conditioning Supplies, Inc., 77 Bankr. 15, 17 (Bankr. E.D. Pa. 1987); *In re* Titusville Country Club, 128 B.R. 396, (Bankr.W.D.Pa. 1991); *In re* Plabell Rubber Products, Inc., 149 B.R. 475, 479 (Bankr. N. D. Ohio 1992); *In re* Country Manor of Kenton, Inc., 172 B.R. 217, 220 (Bankr N.D. Ohio 1994); *In re* Condere Corp., 228 B.R. 615, 631 (Bankr. S.D. Miss. 1998); *In re* Med. Software Sols., 286 B.R. 431, 434 (Bankr. D. Utah 2002); *In re* Exaxeris Inc., 380 B.R. 741, 744 (Bankr. D. Del 2008); *In re* Family Christian, LLC, 533 B.R. 600, 626 (Bankr. W. D. Mich. 2015).
- (48) Jessica Uziel, Section 363 (B) Restructuring Meets the Sound Business Purpose Test with Bite: an Opportunity to Rebalance the Competing Interests of Bankruptcy Law, 159 U. Penn. L. Rev. 1189, 1195 (2011).
- (49) *In re* W.A. Mallory Co., 214 B.R. 834, 836 (Bankr. E.D. Va. 1997); Catherine E. Vance, A Sub Rosa by Any Other Name, 16 Com. L. Bull. 8, 10 (2001); Chad P Pughatch et. al, The Lost Art of Chapter 11 Reorganization, 19 U. Fla. J. L. & Pub. Poly 39, 58 (2008); Robert Marko, The Road Closed: The Inequitable Treatment of Pre-Closing Products Liability Claimants under the Auto Industry Bailout, 4 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 353, 361 (2010); Morris A. Karam, The Chrysler Bankruptcy and the Future of 363 (b) Transactions, 11 Hous. Bus. & Tax L.J. 395, 412 (2011); Alla Raykin, Section 363 Sales: Mootinf Due Process, 29 Emory Bankr. Dev. J. 91, 135 (2012).
- (50) Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984); Dennis J. Block, Nancy E. Barton & Stephen A. Radin, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties Of Directors chap. I, at 11-13 (6th ed., Aspen Publishers 2009). 邦語文献として、川濱昇「米国における経営判断原則の検討」論叢一四巻二七九頁、五号三六頁（一九八三年）、酒井太郎「米国会社法学における取締役の信託義務規範（一）」一法一巻三三三頁（二〇一二年）、拙稿「アメリカ合衆国連邦倒産法第一章手続におけるDIPの職務遂行規範——

取締役の信託義務を中心に」法研八七巻一二号五九頁(二〇一四年)など。

- (52) Collier on Bankruptcy ¶ 363.02 [4] at 363-18 (16th ed. 2009).
- (53) 正当な事業上の理由とは別に、経営判断原則を考慮する裁判例もあるが、必ずしも具体的な検討は行われておらず、その趣旨は判然としない(*E.g.*, *In re Global Crossing Ltd.*, 295 B.R. 726, 742-44 (Bankr.S.D.N.Y. 2003); *In re General Motors Corp.*, 407 B.R. 463, 494 (2009))。
- (54) *In re Plabell Rubber Prods., Inc.*, 149 B.R. 475, 479 (Bankr. N.D. Ohio 1992); *In re Fremont Battery Co.*, 73 B.R. 277, 279 (Bankr. N.D. Ohio 1987); *In re Flour City Bagns, LLC*, 557 B.R. 53, 80 (2016).
- (55) *In re Plabell*, 149 B.R. 479; *In re Country Manor of Kenton, Inc.*, 172 B.R. 217, 220-21 (Bankr. N.D. Ohio 1994).
- (56) *In re Crutcher Res. Corp.*, 72 B.R. 628, 633 (Bankr. N.D. Tex. 1987); *In re George Walsh Chevrolet, Inc.*, 118 B.R. 99, 102 (Bankr. E.D. Mo. 1990); *In re Fremont Battery Co.*, 73 B.R. 277, 279 (Bankr. N.D. Ohio 1987); *In re Encore Healthcare Assocs.*, 312 B.R. 52 (Bankr. E.D. PA. 2004).
- (57) Pension Benefit Guar. Corp. v. Braniff Airways, Inc. (*In re Braniff Airways, Inc.*), 700 F.2d 935 (5th Cir. 1983).
- (58) 隠れた再建計画の法理に関する邦語文献として、福岡・前掲注(22) 八〇頁、阿部＝粕谷・前掲注(22) 一〇八頁、井出・前掲注(22) 五七頁、山本・前掲注(22) 六三三頁。
- (59) 下の二つから「事実上の」(*de facto*)と表現すべきものである指摘もある(*E.g.*, *In re Chrysler LLC*, 576 F.3d 108, 117 (2d Cir. 2009); *In re Tempnology*, 542 B.R. 50, 64 (Bankr. D.N.H. 2015))。
- (60) なお、上訴審における論点として、三六三条(b)による許可の可否に加え、連邦航空局が本件債務者の全米の空港の発着枠を一括で引き上げ他社に配分したこととの適法性や、当時は連邦政府が所有していたワシントン・ナショナル空港の施設の賃借権の譲渡を裁判所が許可する権限を有するか、という点もあった。
- (61) *In re Braniff Airways*, 700 F.2d at 939-40.
- (62) *In re Continental Air Lines, Inc.*, 780 F.2d 1223 (5th Cir. 1986).
- (63) *Id.*, at 1226-27.
- (64) *Id.*, at 1227.

- (55) *E.g., In re Inkeepers USA Trust*, 442 B.R. 227 (Bankr. S.D.N.Y. 2010); *In re Residential Capital, LLC*, 2013 WL 3286198, at *20 (Bankr. S.D.N.Y. 2013); Kim Martin Lewis, Post-Petition Plan Support Agreements: Present and Future Compliance, 26 No. 6 J. Bankr. L. & Prac. NL Art. 1 (2017).
- (56) 最近の議論は、*Robert J. Keach & Lindsay Zahradka Milne, Persuasive Authority: Compelled Third-Party Releases*, Am. Bankr. Inst. J., December 2018, at 14.
- (57) *In re AOV Indus. Inc.*, 792 F.2d 1140, 1152 (D.C. Cir. 1986); *Landsing Diversified Props.-II v. First Nat'l Bank and Trust Co. of Tulsa (In re W. Real Estate Fund Inc.)*, 922 F.2d 592, 600-02 (10th Cir. 1990); *Resorts International, Inc. v. Lowenschuss (In re Lowenschuss)*, 67 F.3d 1394, 1399 (9th Cir. 1995); *Bank of N.Y. Trust Co. v. Official Unsecured Creditors' Comm. (In re Pac. Lumber Co.)*, 584 F.3d 229, 251-52 (5th Cir. 2009).
- (58) *Menard-Sanford v. Mabey (In re A. H. Robins Co.)*, 880 F.2d 694 (4th Cir. 1989); *In re Drexel Burnham Lambert Group, Inc.*, 960 F.2d 285 (2d Cir. 1992); *Monarch Life Ins. Co. v. Ropes & Gray*, 65 F.3d 973 (1st Cir. 1995); *Munford v. Munford Inc. (In re Munford Inc.)*, 97 F.3d 449 (11th Cir. 1996); *Class Five Nevada Claimants v. Dow Corning Corp. (In re Dow Corning Corp.)*, 960 F.2d 285, 658 (6th Cir. 2002); *Airadigm Commc'ns Inc. v. FCC (In re Airadigm Commc'ns Inc.)*, 519 F.3d 640, 655-57 (7th Cir. 2008); *Natl Heritage Found. Inc. v. Highbourne Found.*, 760 F.3d 344, 347-50 (4th Cir. 2014); *In re Lower Bucks Hosp.*, 571 Fed. App'x 139, 144 (3d Cir. 2014).
- (59) *In re On-Site Sourcing, Inc.*, 412 B.R. 817, 825 (Bankr. E. D. Va. 2009); *In re Flour City Bagels, LLC*, 557 B.R. 53, 78 (Bankr. W.D. N.Y. 2016).
- (60) 絶対優先原則に反する判決は判例として、*In re Armstrong World Industries Inc.*, 423 F.3d 507 (3d Cir. 2005); *In re DBSD North American Inc.*, 634 F.3d 79 (2nd Cir. 2011)° 註文を参照してください。 *In re SPM Manufacturing Corp.*, 984 F.2d 1305 (1st Cir. 1993)°
- (61) *In re On-site Sourcing, Inc.*, 412 B.R. at 826-28.
- (62) *In re ICL Holding Co.*, 802 F.3d 547, 555-56 (3d Cir. 2015).
- (63) 再建計画において、劣後する組の債権者や持分権者に、既存の権利の対価ではなく、債務者に新たに提供された

- 出資などの対価として利益の分配を行うことが許されるについては、絶対優先原則に対する「新価値の例外 (new value exception)」として議論がある。判例は新価値の例外の法理自体は承認するものと見られるが (Case v. Los Angeles Lumber Products Co., 308 U.S. 106 (1939); Bank of America Nat'l Trust & Savings Ass'n v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999))、その適用範囲については議論がある。
- (74) Motorola, Inc. v. Official Comm. of Unsecured Creditors (*In re Iridium Operating LLC*), 478 F.3d 452, 466 (2d Cir. 2007).
- (75) クラムダウンの要件の一つとして、再建計画は、権利変更がされた組で、かつ再建計画を拒絶した組の権利に関して、不公正な差別をしていないことが必要とされている (連邦倒産法 1129 条 (a) (1))。
- (76) *In re Trans World Airlines, Inc.*, 2001 WL 1820326 (Bankr. D. Del. 2001).
- (77) *Id.*, at 11-13.
- (78) *In re Laftie's Harbor Development I, LP*, 2018 WL 272781, *3 (Bankr. S. D. Tex. 2018) は、DIPファイナンスとプライミング・リーマンの取得について、債務者の申立時点での負債や財団の価値と比較し規模が大きなものがあり、本来は再建計画で行うべきであった。
- (79) *In re Drexel Burnham Lambert Group, Inc.*, 134 B.R. 493, 497 (Bankr. S.D.N.Y. 1991); *In re Exaeris Inc.*, 380 B.R. at 746-47; *In re Family Christian, LLC*, 533 B.R. 600, 629 (Bankr. W. D. Michigan 2015).
- (80) Austin W. Scott, The Fiduciary Principle, 37 Cal. L. Rec. 539, 540 (1949). 樋口範雄『トベンマンヤリー「信託」の時代—信託と契約—三六頁 (有斐閣 一九九九年)。
- (81) *United States ex rel. Willoughby v. Howard*, 302 U.S. 445, 450 (1938); *Mosser v. Darrow*, 341 U.S. 267, 274, 71 S. Ct. 680, 683 (1951).
- (82) *E.g.*, *Ford Motor Credit Co. v. Weaver*, 680 F.2d 451, 462 (6th Cir.1982); *In re Grabill Corp.*, 113 B.R. 966, 97 (Bankr. N.D.Ill. 1990); *In re Cenargo International, PLC*, 294 B.R. 571, 599 n.32 (Bankr. S.D.N.Y. 2003); *In re Insilco Technologies, Inc.*, 480 F.3d 212, 215 n.3 (3d Cir. 2007); Raymond T. Nimmer & Richard B. Feinberg, Chapter 11 Business Governance: Fiduciary Duties, Business Judgment, Trustees and Exclusivity, 6 Bankr. Dev. J. 1, 21

- (1989): Rutherford Campbell, Jr. & Frost Brown, Managers Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and elsewhere), 32 Iowa J. Corp. L. 491, 500 (2007).
- (33) Wolf v. Weinstein, 372 U.S. 633, 649-50 (1963); Commodity Futures Trading Commission v. Weintraub, 471 U.S. 343, 355-56 (1985).
- (34) Smith, 488 A.2d at 872-73; ABA Committee on Corporate Laws, Corporate Director's Guidebook 18 (6th ed. 2011) 53. ただし、誠実義務 (duty of good faith) を含む取引や中核業務の脱離も認められる。註文・前掲注 (15) 五六頁。
- (35) Dodge v. Ford Motor Co., 170 B.W. 668, 684 (Mich. 1919); Katz c. Oak Industry, 508 A.2d 873, 879 (Del. Ch. 2008).
- (36) North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, et al., 930 A.2d 92, 101 (Del. 2007).
- (37) Louisiana World Exposition v. Federal Ins. Co., 858 F.2d 233, 246 (5th Cir. 1988); Wabash Valley Power Ass'n v. Rural Electrification Admin., 903 F.2d 445, 451 (7th Cir. 1990); *In re* Internagetics America, Inc., 926 F.2d 912, 917 (9th Cir. 1991); *In re* Integrated Res., Inc., 135 B.R. 746, 750 (Bankr. S.D.N.Y. 1992); LaSalle Nat'l Bank v. Perelman, 82 F. Supp. 2d 279, 292 (D. Del. 2000); *In re* Innkeepers USA Trust, 442 B.R. 227, 235 (Bankr. S.D.N.Y. 2010).
- (38) LaSalle Nat. Bank v. Perelman, 82 F. Supp. 2d 279, 292 (D. Del. 2000).
- (39) *In re* Innkeepers, 442 B.R. at 235.
- (40) Fulton State Bank v. Schipper (*In re* Schipper), 109 B.R. 832, 835-37 (N. D. Ill. 1990).
- (41) 連邦倒産法 101 条 (1) (B) は「内部者」について、取締役、オフィサー、業務執行パートナー、その他債務者を支配する地位にある者や、そのような者の親族と規定する。
- (42) *In re* W.A. Mallory Co., Inc., 214 B.R. 834, 837 (Bankr. E.D. Va. 1997); *In re* Tidal Const. Co., Inc., 446 B.R. 620, 624 (Bankr. S.D.Ga. 2009).

- (93) *In re* Family Christian LLC, 533 B.R. 600, 625 (Bankr. W.D. Mich. 2015).
- (94) *In re* Flour City Bagels, LLC, 557 B.R. 53, 82 (Bankr. W.D.N.Y. 2016).
- (95) *In re* Industrial Valley, 77 B.R. at 22-23.
- (96) *In re* Country Manor of Kenton, Inc., 172 B.R. 217, 220-21 (Bankr. N.D. Ohio 1994).
- (97) 事業譲渡の申立を許可しなかった判例や裁判例を見ても、並列的に複数の基準や法理への抵触が認定されている例は多い。
- (98) *Fulton State Bank v. Schipper (In re Schipper)*, 933 F.2d 513, 513-16 (7th Cir. 1991).
- (99) *In re* Continental Air Lines, 780 F.2d at 1226.
- (100) *In re* Oakwood Country Club, Inc., 2010 WL 4916436, *5-6 (Bankr. W.D. Va. 2010) は、正当な事業上の理由は認定したが、隠れた再建計画の法理の該当性と信託義務違反を認定した。
- (101) *In re* Iridium, 478 F.3d at 466.
- (102) *In re* Chrysler LLC, 405 B.R. 84, 95-96 (Bankr. S.D.N.Y. 2009).
- (103) *In re* Gulf Coast Oil Corp., 404 B.R. 407, 418-19 (Bankr. S.D. Tex. 2009).
- (104) 7 Collier on Bankruptcy ¶ 1129.01 [2] (Alan N. Resnick & Henry J. Sommer eds., 15th rev. ed. 2009).
- (105) *In re* Gulf Coast, 404 B.R. at 423-427.
- (106) 本決定は、建設業者が仕掛中の工事を完成させる必要がある場合や、洋上の石油ガス生産業者について、買受人がハリケーンの季節前に対策を講じる必要がある場合に売却を許可した例があると述べている。
- (107) *In re* Gulf Coast, 404 B.R. at 427-428.